



信用等级通知书

信评委函字[2015] 069号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年五月二十八日

重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	重庆龙湖企业拓展有限公司
发行总额	不超过人民币80亿元（含80亿元），其中首期债券发行规模不超过人民币20亿元（含20亿元）。
债券期限	不超过15年（含）
债券利率	本次债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变；本次债券采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

龙湖拓展	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	330.39	392.85	474.39
总资产（亿元）	1,010.54	1,158.94	1,289.94
总债务（亿元）	192.44	208.04	270.55
营业收入（亿元）	292.25	392.73	495.89
营业毛利率（%）	44.46	34.30	31.58
EBITDA（亿元）	84.55	87.24	124.65
所有者权益收益率（%）	18.78	16.66	19.31
资产负债率（%）	67.31	66.10	63.22
净负债率（%）	19.74	23.63	28.91
总债务/EBITDA（X）	2.28	2.38	2.17
EBITDA 利息倍数（X）	7.16	6.49	7.68

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

虎珊珊 sspang@ccxr.com.cn

李荣一 ryli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 28 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定发行主体重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）主体信用等级为 AAA。该级别反映了发行主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了龙湖拓展领先的区域市场地位、很强的品牌实力、稳健的财务政策及逐渐规模化的商业物业等优势对公司信用质量的支持。同时，我们也关注房地产行业景气度波动，以及龙湖拓展土地储备规模较大等因素可能对公司信用质量产生的影响。

中诚信证评评定“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

正 面

- 领先的区域市场地位。公司专注于重庆市住宅和商业地产发展十多年，在重庆市保持了长期领先的区域市场地位，成为区域龙头房地产企业。同时，自 2005 年全国化战略实施以来，至 2014 年末公司已进入 22 个一线及核心二线城市，当年公司在其中 10 个城市的销售金额均进入当地市场前十名。
- 很强的品牌实力。通过产品品质化和细节精细化管理，公司产品在定位、设计及物业管理方面均具有很强的竞争优势，并在别墅等细分产品领域具有广泛的市场影响力，公司的品牌实力有助于其区域市场领先地位的保持。
- 稳健的财务政策。公司执行了较为严格的负债及融资管理，近年来其资产负债率及净负债率指标均处于较低水平，且公司债务结构以长期债务为主，并实现了较低的融资成本；同时，公司重视销售回款及稳健投资对于现金流管理的重要性，其流动性指标亦保持在较好水平。
- 商业物业逐渐成为利润补充。截至 2014 年末，

公司在重庆、成都及北京等城市拥有开业的商场 15 个，商场面积合计 124.51 万平方米，当年实现租金收入 8.73 亿元，近三年年均复合增长率为 30.83%。凭借合理的商业物业投资策略以及在商场选址及运营方面累积的经验，公司租金收入有望成为其利润的重要补充。

关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，行业环境的变化或将对龙湖企业拓展经营战略的实施提出更高要求。
- 土地储备规模相对较大。截至 2014 年末，公司土地储备规模为 2,719.80 万平方米，与近期新开工面积及销售面积相比，公司土地储备规模较大，或将对其资金造成一定占用并影响资产周转效率。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

发行主体概况

重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“重庆拓展”或“公司”）前身为 1994 年 10 月成立的“重庆佳辰经济文化促进有限公司”，1995 年 4 月更名为“重庆佳辰经济发展有限公司”（以下简称“佳辰发展”）。2002 年 9 月，经重庆市人民政府高新技术产业开发区管理委员会向佳辰发展出具的《关于中港合资经营“重庆佳辰经济发展有限公司”的可行性研究报告、合同、章程的批复》（渝高技委外[2002]74 号）批准，佳辰发展吸收嘉逊发展香港（控股）有限公司（以下简称“嘉逊发展”）为新股东，注册资本增加至 5,000 万元，佳辰发展变更为中外合资经营企业。至此，佳辰发展的股东为嘉逊发展和自然人吴亚军、蔡奎和高超等，持股比例分别为 60.00%、23.20%、14.80%和 2.00%。2005 年 11 月，佳辰发展更名为“重庆龙湖企业拓展有限公司”。后历经多次股权转让与增资，截至 2014 年 12 月 31 日，公司注册资本为 13.08 亿元，嘉逊发展直接持有公司 91.30% 的股权，同时通过全资子公司成都兆江企业管理有限公司间接持有公司 8.70% 的股权，合计持有公司 100% 的股权，为公司控股股东。自然人吴亚军女士和蔡奎先生通过龙湖地产有限公司（0960.HK）（以下简称“龙湖地产”）等多层股权结构持有公司 73.55% 股权，为公司的实际控制人。

公司主营房地产开发、物业投资及物业管理，以房地产开发为主，系龙湖地产在中国境内最主要的运营平台。公司房地产开发项目以中高端住宅为主，商业地产为辅。经过多年发展，公司目前已在 22 个一线及二线核心城市拥有房地产项目，是国内领先的房地产开发企业之一。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,289.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）474.39 亿元，资产负债率 63.22%；2014 年公司实现营业收入 495.89 亿元，取得净利润 91.63 亿元，经营活动净现金流 70.48 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	重庆龙湖企业拓展有限公司
债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券
发行规模	本次债券发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	不超过 15 年（含 15 年）
债券利率	本次债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变；本次债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	将其中 15 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

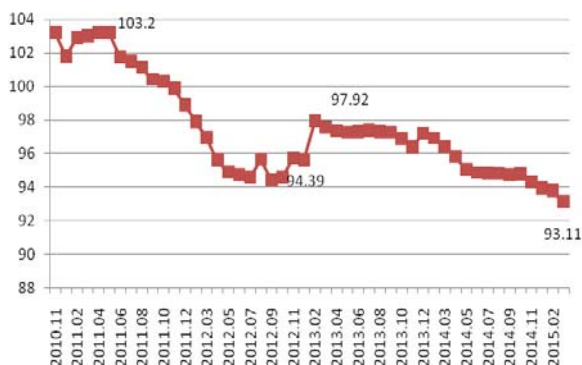
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高

位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39，较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 3 月末，国房景气指数回落至 93.11，较上年末下降 0.82 点。

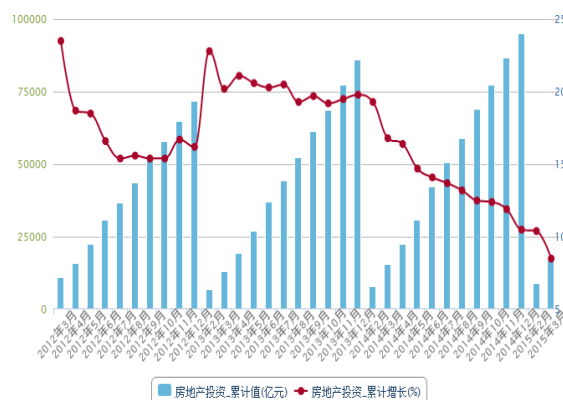
图 1：2010.11~2015.03 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。2013 年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015 年 1~3 月，全国房地产开发投资 16,651 亿元，同比名义增长仅为 8.5%。

图 2：2012.03~2015.03 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米，下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积 23,723.62 万平方米，同比下降 18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012 年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，较 2011 年下降 19.5%；土地成交价款 7,410 亿元，同比下降 16.7%，降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年，房地产开发企业

土地购置面积 38,814 万平方米,比上年增长 8.82%,土地成交价款 9,918 亿元,增长 33.9%,增速提高 2.4 个百分点。2014 年,伴随着房地产销售情况的下滑,房地产业购置面积同比出现下降,当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米,同比下降 14.0%;但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市,同期土地成交价款为 10,019.88 亿元,同比增长 1.0%。2015 年一季度,房地产业土地购置面积 4,051.42 万平方米,同比下滑 32.37%,同期房地产业土地成交价款下滑 27.82%至 1,123.16 亿元。

从销售情况看,2012 年随着调控政策效益的显现,房地产市场需求出现萎缩,商品房销售增长缓慢,2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米,同比增长 1.8%,增速降低 3.1 个百分点;商品房销售额 64,456 亿元,同比增长 10%,增速降低 2.1 个百分点,商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下,房地产投机性需求得以遏制,刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年,刚性和改善性需求出现集中释放,当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米,比上年增长 17.3%,增速比 2012 年提高 15.5 个百分点;其中,住宅销售面积增长 17.5%,办公楼销售面积增长 27.9%,商业营业用房销售面积增长 9.1%;同年,商品房销售额 81,428 亿元,增长 26.3%,增速比 2012 年提高 16.3 个百分点;其中,住宅销售额增长 26.6%,办公楼销售额增长 35.1%,商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年,受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响,全国商品住宅销售面积同比持续下降,带动商品房销售量加速下滑。2014 年,全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元,同比分别下降 7.6%和 6.3%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1%和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下,住房价格涨幅趋缓,2014 年 1~4 月,百城住宅价格指数环比虽有增长,但涨幅亦逐步缩小,自 2014 年 5 月以来,百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年一季度全国商品房销售面积与销售额分别为 18,254 万平方米和 12,023 亿元,同比分别下降 9.23%和 9.34%,

仍呈现下跌态势;同期百城住宅价格亦延续 2014 年四季度下跌态势,但跌幅有所收窄,累计小幅下跌 0.18%。

随着房地产市场短期供大于求,导致库存量连续攀升。截至 2014 年末,全国商品房待售面积 6.22 亿平方米,较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中,住宅待售面积 4.07 亿平方米,较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年 3 月商品房待售面积 6.50 亿平方米,同比增加 24.6%,增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大,待售面积创历史新高。

表 2: 2012~2014 年房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%			
指标	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中: 自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看,2014 年房地产开发企业到位资金 121,991 亿元,比 2013 年下降 0.1%。结构上看,自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位,这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。2014 年,自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3%和 8.0%,占比分别提高至 41.33%和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看,个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分,在房地产贷款中的占比一直保持在 60%以上。截至 2014 年末,全国个人购房贷款余额为 115,278 亿元,个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%,房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。2014 年其他来源资金 49,689 亿元,同比下降 8.8%,该

类资金占比也下降至 40.73%；在其他来源资金中，定金及预收款 30,276 亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 13,745 亿元，同比下降 2.6%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7%和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 11,364 亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、

定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半年以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持；2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表3：2014年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	中国人民银行	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 5 月 11 日起下调金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；同时结合推进利率市场化改革,将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的

免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税

费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

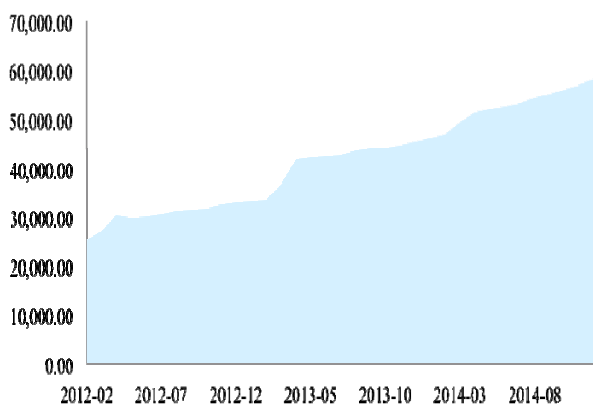
行业关注

2014年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在2014年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从2014年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015年3月末商品房待售面积64,998万平方米，同比增加24.6%，增幅在连续3个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2014年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例从2013年的13.72%上升至17.19%，增加了3.47个百分点，升幅同比提升了2.51个百分点；前20和前50的房产企业同比也分别提升了4.27个百分点和5.42个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争实力

显著的区域市场竞争力及品牌实力

公司于1994年创立于重庆并专注于本地住宅和商业地产的发展十多年，成为重庆龙头房地产企业，在重庆市建立了广泛的品牌影响力及很高的市场知名度。2012~2014年，龙湖地产在重庆市的签约销售金额分别为107.48亿元、106.51亿元和104.48亿元。根据克尔瑞信息集团的统计，以备案成交金额为口径，近三年龙湖地产在重庆市的排名分别为第一位、第一位及第二位，在重庆市保持了长期领先的市场地位。

表4：2012~2014年重庆市房地产企业备案成交金额

单位：亿元

公司	2012		2013		2014	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
龙湖地产	111	1	110	1	94	2
万科	53	2	48	5	50	4
融创中国	52	3	80	2	114	1
保利地产	50	4	54	3	50	4
金科股份	46	5	46	6	57	3
中海地产	36	7	50	4	37	8

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

与此同时，公司自 2005 年起开始实施全国化的布局，并将重心聚焦于一线和核心二线城市，致力于将地区公司打造成为当地目标市场的龙头地产企业。目前，公司已进入全国 22 个城市，并在北京、成都及杭州等城市形成了较强的竞争优势。2014 年，龙湖地产在北京、杭州、成都、青岛、西安、沈阳、常州、大连及无锡的签约销售金额分别为 80.87 亿元、60.62 亿元、33.48 亿元、18.45 亿元、16.62 亿元、12.56 亿元、9.38 亿元、9.36 亿元和 7.26 亿元；另根据克尔瑞信息集团的统计，当年龙湖地产在以上九个城市的备案成交金额均进入当地市场前十名。

表 5：2014 年龙湖地产优势区域销售金额及排名

单位：亿元

城市	销售金额	备案成交金额	成交金额排名
北京	80.87	82.08	8
杭州	60.62	59.10	4
成都	33.48	24.54	8
青岛	18.45	15.12	10
西安	16.62	21.94	7
沈阳	12.56	17.21	10
常州	9.38	11.49	5
大连	9.36	-	8
无锡	7.26	10.03	10

资料来源：龙湖地产定期报告、克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

凭借细致的客户体验研究及在别墅等细分产品方面的丰富开发经验，公司在重庆等其他一二线城市取得了较为领先的市场地位。公司始终坚持“善待你一生”的运营理念，成立客户研发中心和体验中心，努力打造客户心目中的“好产品”、“好去处”及“好服务”。自成立以来，公司先后有 3 个项目荣获中国房地产综合开发行业最高奖项“广厦奖”、7 个项目荣获中国土木工程最高奖项“詹天佑奖”。此外，公司顶级别墅“颐和原著”项目荣获全美住宅建筑商协会（NAHB）“最佳国际建筑设计奖”、“春森彼岸”项目荣获美国建筑师学会（AIA）“优秀城市设计大奖”。同时，公司物业管理服务在行业内亦具有较高的知名度，曾多次荣获“业主满意度调查”第一名，业主满意度始终保持在 90% 以上。

商业物业逐渐成为利润的补充

自 2003 年“重庆龙湖北城天街”开业以来，公司

始终坚持稳步投资持有物业的战略。截至 2014 年末，公司已在重庆、成都及北京等城市拥有开业的商场项目 15 个，商场面积合计 124.51 万平方米（含车位总建筑面积 158.84 万平方米），整体出租率保持在 95.5% 以上。2012~2014 年，公司分别实现租金收入 5.10 亿元、6.72 亿元和 8.73 亿元，近三年年均复合增长率为 30.83%。同期，商业物业租赁毛利润分别为 4.39 亿元、4.71 亿元和 6.87 亿元，近三年年均复合增长率为 25.10%，占公司整体毛利润的比例亦提升至 4.39%。

表 6：2012~2014 年公司商业物业板块经营情况

单位：万平方米、亿元

	2012	2013	2014
开业商场数量	11	12	15
开业面积	54.78	76.33	124.51
出租率	98.8%	97.6%	95.5%
租金收入	5.10	6.72	8.73
租金毛利润	4.39	4.71	6.87
占毛利润比重	3.38%	3.50%	4.39%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

目前，公司主要在建商场项目共 6 个，均位于北京、上海、成都及重庆等一线城市及核心二线城市，在建面积合计 72.14 万平方米；未来，公司计划将每年销售收入的 10% 用作商业投资。中诚信证评认为，公司相对稳健的商业地产投资策略，加上其在商场选址及运营方面累积的经验，可以保证其持有物业租赁收入的稳步增长，并成为公司利润的重要补充。

稳健的财务政策及较强的流动性

公司严格执行有纪律的净负债率与融资管理，根据现金流入情况合理规划和安排投资及运营支出，使得近年来其负债水平持续低于行业内平均水平。2012~2014 年，公司资产负债率分别为 67.31%、66.10% 和 63.22%，净负债率分别为 19.74%、23.63% 和 28.91%。同时，公司坚持多渠道、低成本、合理负债水平基础上的融资策略，以寻求低成本、长期限的资金，从而实现资本结构的优化。截至 2014 年末，公司短期债务/长期债务为 0.39 倍，当年龙湖地产加权平均融资成本为 6.40%，与其他规模房企相比，均处于较低水平。此外，近年来公司在坚

持存货去化的同时，强调稳健投资及销售回款对于其现金流管理的重要性，2014 年公司回款率达到 90%以上，当年经营活动净现金流为 70.48 亿元，年末货币资金余额为 133.41 亿元，对短期债务的覆盖比例分别为 0.93 和 1.76，均处于行业内较好水平。

**表 7：截至 2014 年末公司与部分房地产上市企业
偿债指标比较**

单位：%、倍

公司	资产负债率	净负债率	短期债务/长期债务	融资成本	货币资金/短期债务
万科 A	77.20	23.78	0.96	6.48	1.42
保利地产	77.89	106.53	0.29	6.50	1.40
中海地产	61.02	31.66	0.31	4.30	2.27
华润置地	67.57	41.49	0.30	4.47	2.08
招商地产	71.16	33.39	0.36	5.10	2.32
远洋控股	66.43	65.94	0.32	7.08	1.46
金地集团	67.50	60.15	0.59	6.31	1.10
龙湖拓展	63.22	28.91	0.39	6.40	1.76

注：万科 A 融资成本按 2014 年（当期资本化利息+费用化利息）/ 初和年末总债务均值，龙湖拓展融资成本取自龙湖地产 2014 年年报，其他上市企业融资成本亦直接摘自年报

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

业务运营

得益于稳健的发展战略、全业态的覆盖优势、卓越的品牌效应及领先的物业服务水平，公司近年来业务收入规模持续增长。2012~2014 年公司分别实现营业收入 292.25 亿元、392.73 亿元和 495.89 亿元，年均复合增长率为 30.26%，主要由商品房销售、物业管理、材料销售及租赁业务收入构成。其中，商品房销售收入是公司收入的主要来源，近三年占营业收入的比例均达到 95%以上，主营业务运营稳定。

表 8：2012~2014 年公司营业收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2012	2013	2014
商品房销售	279.30	375.37	474.47
物业管理	4.82	6.78	9.14
材料销售	2.93	2.56	3.02
租赁	5.10	6.72	8.73
其他	0.10	1.30	0.53
合计	292.25	392.73	495.89

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

商品房开发运营

作为龙湖地产最主要的境内运营平台，公司目前已进入全国 22 个一线及二线核心城市，区域聚集于环渤海地区、西部地区、长三角地区、华南地区及华中地区等五大区域，产品业态涵盖了高层、公寓、类别墅、别墅、洋房等住宅产品，以及写字楼、商场等商业地产的多种产品类型，是国内领先的商品房开发商之一。

从项目运作情况看，公司根据房地产市场环境变化及其自身发展情况，调整产品结构及区域布局，使公司获得了持续稳健的发展。2012~2014 年公司开（复）工面积分别为 1,025.51 万平方米、1,004.20 万平方米和 892.38 万平方米，其中新开工面积分别为 440.70 万平方米、488.68 万平方米和 338.31 平方米。由于 2014 年以来公司采取“去库存”的发展目标，对新开工面积进行了管控，使得 2014 年度公司开（复）工面积及新开工面积均有所下降。同期，公司竣工面积分别为 314.57 万平方米、503.01 万平方米和 520.93 万平方米，2013 年以来公司竣工面积显著增加。从新近三年开工面积/竣工面积比例来看，公司整体保持竣工与新开工补充平衡；结算面积/竣工面积比例基本维持在 74%~78%之间，显示出公司较好的资源把控能力和较快的存货周转效率。截至 2014 年末，公司拥有 50 个在建项目和 7 个拟建项目，建筑面积分别为 2,321.55 万平方米、125.64 万平方米，较大规模的在建及拟建项目为其未来业务规模的持续增长提供了较好保障。

表 9：2012~2014 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2012	2013	2014
开（复）工面积	1,025.51	1,004.20	892.38
新开工面积	440.70	488.68	338.31
竣工面积	314.57	503.01	520.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司坚持“去库存”的发展策略，把握市场销售机会，同时不断优化产品结构，在房地产行业整体景气度不佳的背景下，仍形成了量价齐升的良好态势。2012~2014 年公司分别实现合同销售面积 369.78 万平方米、371.35 万平方米和 395.77 万平方米；合同销售金额 349.40 亿元、423.03 亿元

和 429.29 亿元。销售均价方面，得益于公司不断优化产品结构、调整区域布局，销售均价由 2012 年的 9,393.02 元/平方米持续提高至 2014 年的 11,847.00 元/平方米。

表 10：2012~2014 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2012	2013	2014
销售面积	369.78	371.35	395.77
销售金额	349.40	423.03	429.29
结算面积	243.47	374.02	394.40
结算金额	279.30	375.37	474.47
销售均价	9,393.02	11,391.64	11,847.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于待结算资源充足、销售策略得当，近三年公司结算面积和结算金额均持续保持增长。2014 年公司实现结算面积 394.40 万平方米，近三年年均复合增长率为 27.28%；结算金额为 474.47 亿元，近三年年均复合增长率达 30.34%。从结算区域分布来看，公司房地产业务结算收入主要来自于重庆、成都、北京、浙江区域及山东区域，2014 年北京区域结算收入占比回升至 27.66%，其次为浙江区域、山东区域及重庆区域，2014 年结算收入占比分别为 12.34%、10.87%和 10.58%。

表 11：2012~2014 年公司结算收入及占比区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2012		2013		2014	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	88.83	31.80	100.77	26.84	50.21	10.58
成都	28.42	10.17	57.18	15.23	40.22	8.48
西安	13.31	4.77	26.15	6.97	35.33	7.45
北京	63.52	22.74	64.78	17.26	131.24	27.66
上海	21.95	7.86	27.04	7.20	27.26	5.74
苏南	44.36	15.88	42.55	11.33	41.93	8.84
浙江	0.83	0.30	19.35	5.16	58.53	12.34
沈阳	1.22	0.44	6.46	1.72	16.49	3.48
山东	16.86	6.04	19.43	5.18	51.57	10.87
其他	-	0.00	11.67	3.11	21.68	4.57
合计	279.30	100.00	375.37	100.00	474.47	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商业物业开发运营

公司实行“住宅+商业”的开发运营模式，目前已有十余年的商业物业开发运营经验，形成了都市

型购物中心“天街”、社区型购物中心“星悦荟”和中高端家居生活购物中心“家悦荟”三个品牌系列，满足了不同区域和客户群体的购物需求。截至 2014 年末，公司已开业的商业地产项目共计 15 个，商场面积合计为 124.51 万平方米（含车位总建筑面积为 158.84 万平方米），整体出租率维持在 95.5%以上，2014 年度实现租金收入 8.73 亿元，近三年年均复合增长率为 30.83%；其中天街系列、星悦荟系列、家悦荟系列租金收入占比分别为 83%、13%和 4%。此外，截至 2014 年末，公司在建的商业物业共计 6 个，规划建筑面积 71.24 万平方米，为未来商业物业的持续发展提供较好的支撑。

表 12：截至 2014 年末公司商业物业中已开业的天街系列物业运营及收入情况

单位：万平方米、万元

项目名称	规划建筑面积	租金收入	出租率
重庆北城天街	120,778	35,224	98.7%
重庆西城天街	76,031	13,126	99.9%
重庆时代天街一期	160,168	16,611	92.7%
重庆时代天街二期	154,460	20	66.5%
成都北城天街	215,536	5,998	79.1%
成都时代天街一期	61,989	3,998	78.6%
北京长楹天街	221,286	1,427	86.8%
合计		76,404	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13：截至 2014 年末公司在建及拟建商业物业情况

单位：平方米

项目名称	规划建筑面积	开工时间	预计开业时间
成都金楠天街	92,192	2014 年	2015 年
北京时代天街	154,037	2014 年	2016 年
上海虹桥天街	172,645	2014 年	2016 年
重庆时代天街三期	74,112	2014 年	2016 年
重庆源著二期	103,499	2014 年	2017 年
常州龙城天街	115,916	2014 年	2018 年
合计	712,401	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来公司紧跟房地产市场格局的变化，实行稳健的发展战略，投资重心始终聚集于一线及二线核心城市。2012~2014 年公司分别新增土地储备 829 万平方米、275 万平方米和 299 万平方米。2014 年以来，房地产市场景气度不佳，

公司项目拓展较为谨慎，当年仅新增 15 个项目，新增土地储备面积 299 万平方米，主要分布于北京、广州、成都、太原、长春、大连等一线和二线核心城市。截至 2014 年末，公司土地储备建筑面积合计达 2,719.80 万平方米，楼面地价为 2,363 元/平方米¹，其中烟台、沈阳、青岛及北京等环渤海地区土地储备面积占比 38.49%，重庆、成都及西安等西部地区土地储备占比 33.03%，长三角地区土地储备占比 16.22%。中诚信证评认为公司坚持城市群区域聚集的发展战略有利于公司稳健持续发展并实现地区的品牌效应，但与其销售及开工速度相比，公司土地储备规模相对较大，或对其资金造成一定占用。

表 14：2012~2014 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、元/平方米

	2012	2013	2014
新增项目	16	10	15
新增土地储备	829	275	299
土地均价	1,964	2,050	2,363

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，经过多年稳健持续的发展，目前公司房地产开发规模、年合同销售金额及结算面积方面均有所提升，且具有显著的区域集聚和品牌优势。此外，近年公司商业地产业务规模亦稳步增长，自持物业出租情况很好，对其业绩保持具有较强的补充作用。但同时中诚信证评也关注到，目前公司相对较大的土地储备规模或对其资金造成一定占用并影响资产的周转效率。

公司治理

治理结构

作为中外合资经营企业，公司根据《公司法》、《中外合资企业公司法》及《中外合资经营企业法实施条例》的相关规定，以及 2015 年 4 月修订的《公司章程》，决定不设立股东会，设董事会，并设监事一名。董事会为公司的最高权力机构，由 5 名董事组成，设董事长一名，董事会依法行使企业的经营决策权；公司监事依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司

全体股东的合法权益。公司设总经理，由董事会聘任、解聘，总经理主持负责公司全面日常经营、管理工作，向董事会负责。

内部管理

在内部控制方面，公司在重大事项决策、财务管理、采购管理、销售管理、风险控制及内部决策机制等方面建立了一系列的规章制度。

重大事项决策制度方面，公司按照《公司章程》、《董事会议事规则》、《总经理工作制度》以及公司其他管理制度规定了相应的重大决策程序。董事会作为公司的最高权力机构，有关公司经营方针和投资计划、年度财务预决算、增加或减少注册资本、发行公司债券、公司合并、分立解散等事项需经其审议通过。总经理按照《公司章程》和《总经理工作制度》依法行使职权。总经理主持公司的日常经营管理工作，决定公司的生产经营计划和重大投资方案，执行董事会决议，对董事会负责。

在财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，根据《会计法》、《企业会计准则》及财务报告的内控应用指引等相关规定，并结合房地产行业的特征和公司自身的房地产运营特点制定了相应的会计核算和财务管理制度。该制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范，并进行了合理的岗位分工和工作权限及配备了相应的财务人员，保证了会计核算和财务管理工作的有效运行。

采购管理方面，公司始终奉行阳光采购的理念，根据业务需要与质量管理原则，建立了较为全面的采购管理体系，主要包括《材料设备采购管理办法》、《成本管理制度》和《预结算管理原则》等制度流程。目前公司根据采购材料的产品特性和管控需要，采取总部集中采购、区域联动集中采购、地区公司集中采购和地区公司单项采购四种采购模式。在采购过程中，公司要求所有原材料必须进行招标，从制度源头确保采购的充分竞争和公正、公开；同时，加强材料进场、施工过程材料使用的

¹ 该数据为参考母公司龙湖地产统计口径所得。

质量检查和领用的过程管控，确保公司产品材料设备选用质量满足国家和企业标准。

销售管理方面，由于公司全部采取自销模式，为规范销售业务流程，提高销售服务满意度，提升销售环节专业化水平，公司总部统一制定标准并发布了《营销渠道组织架构管理指引》、《来电来访现场登记录入管理制度》等一系列管理规范文件。同时，公司通过总部品牌及营销部和地区公司营销部的两级监督管控，每月召开集中会议，以落实上述销售管理制度，提升销售业务执行能力。此外，公司建立了客户研究中心和体验中心，提升对客户需求的精细化管理，负责客户体验提升。

风险控制方面，为完善风险管理与控制，公司建立了风险评估、风险审核和风险防范工作机制，以风险评估为切入点，将风险防范意识和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。同时，公司在做好内部控制的基础上，根据国家对房地产政策的调整、房地产业务发展要求和外部经营环境的变化，针对风险识别和风险评估结果建立综合决策机制，保证重大事项决策的科学性、合理性。

内部决策机制方面，为规避和降低投资风险，公司内部制定了严格的投资表决程序和决策机制。公司对项目的投资决策均由集团统一管理，在集团层面设立投资决策委员会，其成员由集团公司和各区域公司资深专业人员构成，以保障项目决策的客观性。此外，公司还通过项目定位会、启动会等流程机制对投委会数据进行回顾，并制定相应的考核机制，提高投委会数据的准确性，从而提高投资决策依据的可靠性，降低投资风险。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司在未来三到五年期间将继续坚持“近城区、控规模、持商业”和“去存货、控成本、扩合作”的发展战略，在专注于一线及二线核心城市的近城区中高端住宅的同时稳步发展商业地产，并努力去化库存、控制成本和规模，扩大对外战略合作。

具体来看，在产品业态方面，公司将继续专注于高端住宅、提升品质管理和物业服务水平，同时公司亦将每年销售收入的 10% 投入商业地产，通过产品复制、异地扩张及业态延伸等方式推进公司商业地产规模的稳步上升，未来十五年内商业地产的利润占比将提升至 30% 左右；业务规模方面，公司通过控制单个项目的规模来增加项目的点数，提升投资的周转效率，以使公司在继续贯彻增持商业战略的同时保持较好的周转率，达到去库存化的目标；区域布局方面，为应对置业客户位置敏感度提升的市场需求，公司在坚持一线和二线核心城市布局的基础上，投资策略更加集中在靠近城市核心区域，提升“近城区”项目在土地储备中的占比，改善和优化土地储备结构；对外合作方面，在行业景气度不高的环境下，境内房地产企业纷纷向轻资产模式进行转型，公司亦通过与加拿大养老基金投资公司（CPPIB）合作成立合资公司共同投资发展苏州时代天街项目、与渣打银行领衔的境外投资者进行股权合作共同开发重庆观音桥龙湖新壹街综合商业地产项目等方式推进对外合作，以降低财务成本、保障稳健发展。总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

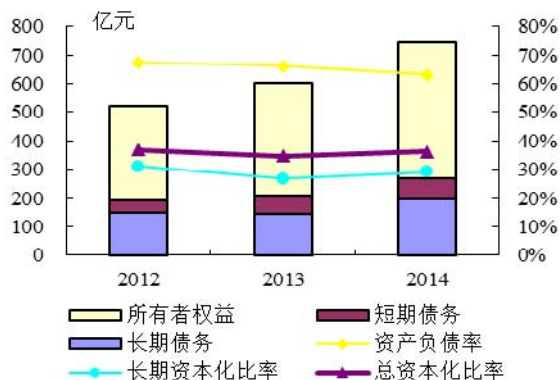
下列财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具标准无保留意见的 2012 年度、2013 年度和 2014 年度的审计报告。

资本结构

随着房地产开发业务规模的扩张，近年来公司资产规模保持稳定增长态势。2012~2014 年末，公司资产总额分别为 1,010.54 亿元、1,158.94 亿元和 1,289.94 亿元，年均复合增长率为 12.98%。同期，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，截至 2014 年末，公司所有者权益达到 474.39 亿元，近三年年均复合增长率为 19.83%。负债方面，伴随着开发项目和土地储备的增加，公司负债水平亦相应提升。2012~2014

年末，公司总负债分别为 680.16 亿元、766.10 亿元和 815.55 亿元，年均复合增长率为 9.50%。在公司稳健财务政策的影响下，近年来公司负债规模增速低于自有资本增速，财务杠杆比率呈现逐年下降趋势，2012~2014 年末公司资产负债率分别为 67.31%、66.10%和 63.22%；扣除预收款项后，实际资产负债率分别为 49.48%、49.58%和 52.77%，同行业内其他房地产上市公司相比，负债规模处于较低水平。

图 4：2012~2014 年末公司债务结构



资料来源：公司审计报告、中诚信证评整理

表 15：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司
资本结构比较

单位：亿元、%

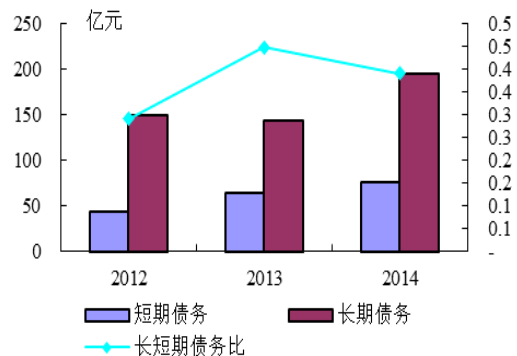
公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A	5,084.09	77.20	23.78
保利地产	3,657.66	77.89	106.53
中海地产*	3,509.37	61.02	31.66
华润置地*	3,303.15	67.57	41.49
招商地产	1,516.92	71.16	33.39
远洋控股	1,322.12	66.43	65.94
金地集团	1,246.67	67.50	60.15
龙湖拓展	1,289.94	63.22	28.91

注：*华润置地和中海地产统计货币单位为港元

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司近年来外部融资规模亦逐年增长，2012~2014 年末公司债务规模分别为 192.44 亿元、208.04 亿元和 270.55 亿元。从债务期限结构看，2012~2014 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.29 倍、0.45 倍和 0.39 倍。得益于 2014 年公司长期借款大幅增长，长期债务比例进一步提高，在一定程度上缓解了短期债务压力。

图 5：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，近年来公司业务规模稳步增长，在稳健财务政策的影响下，其杠杆比率处于行业内较低水平，近三年资产负债率呈现逐年下降趋势；同时，公司负债中以长期债务为主，财务结构亦较为合理。

流动性

近年来随着公司加大持有型物业投资力度，其投资性房地产规模逐年增长，非流动资产比例亦有所提升。2012~2014 年末，公司非流动资产分别为 144.32 亿元、176.08 亿元和 316.79 亿元，占同期末资产总额的比重分别为 14.28%、15.19%和 24.56%，2014 年非流动资产大幅增加，主要因为当年开业项目新增了重庆时代天街二期、西安星悦荟、北京长楹天街、成都时代天街一期，合计 78.72 亿元；同期在建项目增加了重庆时代天街三期、重庆源著、常州龙城天街、成都金楠天街、上海虹桥天街、北京时代天街，合计 57.55 亿元。未来随着自持物业规模的增长，非流动资产比例将进一步提高。

公司资产仍以流动资产为主，2012~2014 年流动资产分别为 866.22 亿元、982.87 亿元和 973.15 亿元，占同期末资产总额的比重分别为 85.72%、84.81%和 75.44%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重约 90%，在同行业中尚处于合理水平。

表 16：2012~2014 年末公司流动资产分析

	2012	2013	2014
流动资产/总资产	85.72%	84.81%	75.44%
货币资金/流动资产	14.69%	11.72%	13.71%
存货/流动资产	76.45%	79.49%	74.69%
(存货+货币资金)/流动资产	91.14%	91.21%	88.40%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 17：2014 年末公司与部分房地产上市公司

流动资产比较			
公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
中海地产	80.93%	18.03%	68.66%
华润置地	72.54%	16.81%	70.15%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
远洋控股	75.67%	13.31%	72.86%
金地集团	86.51%	15.79%	71.21%
龙湖拓展	75.44%	13.71%	74.69%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年项目开发和销售节奏较为匹配，存货规模整体保持相对稳定，2012~2014 年末公司存货净额分别为 662.23 亿元、781.29 亿元和 726.87 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本、已竣工项目的开发产品以及拟开发土地构成。在公司快速周转的经营策略的带动下，近三年公司存货中已完工开发产品占比保持在 15% 以下，现房销售压力相对较小；在建项目、拟建项目开发成本保持在 85% 以上，较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了较高要求。

表 18：2012~2014 年末公司存货结构分析

单位：亿元、%			
	2012	2013	2014
存货	662.23	781.29	726.87
存货同比增长率	24.56	17.98	-6.97
已完工开发产品	39.33	106.76	85.54
已完工开发产品/存货	5.94	13.67	11.77
在开发产品	561.33	637.57	490.48
在开发产品/存货	84.76	81.61	67.48
拟开发土地	54.20	29.53	143.21
拟开发土地/存货	8.18	3.78	19.70

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。2012~2014 年，公司存货周转效率分别为 0.49 次、0.36 次和 0.45 次；总资产周转率分别为 0.58 次、0.36 次和 0.40 次，在行业内处于较好水平。

表 19：2012~2014 年公司周转率相关指标

	2012	2013	2014
存货周转率（次/年）	0.49	0.36	0.45
总资产周转率（次/年）	0.58	0.36	0.40

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 20：2014 年公司与部分房地产上市公司

运营相关指标			
公司	存货周转率（次）	总资产周转率（次）	货币资金/短期债务
万科 A	0.32	0.3	1.42
保利地产	0.29	0.32	1.4
中海地产	0.40	0.34	2.27
华润置地	0.39	0.29	2.08
招商地产	0.3	0.3	2.32
远洋控股	0.37	0.29	1.46
金地集团	0.42	0.37	1.1
龙湖拓展	0.45	0.40	1.76

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，近年来公司项目投资和项目销售进度较为匹配，经营性现金流表现良好，2012~2014 年公司经营性现金流净额分别为 8.46 亿元、18.88 亿元和 70.48 亿元，其经营活动现金流与短期债务的比分别为 0.20、0.29 和 0.93，呈现逐年递增的趋势，经营活动现金流能够对短期债务形成一定保障。另外，货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模保持在总资产的 10% 左右，而公司债务以长期债务为主，故货币资金对短期债务的覆盖程度良好，2012~2014 年末货币资金/短期债务分别为 2.94 倍、1.79 倍和 1.76 倍。

表 21：2012~2014 年公司部分流动性指标

单位：亿元			
	2012	2013	2014
货币资金	127.22	115.22	133.41
经营活动现金流净额	8.46	18.88	70.48
经营净现金流/短期债务	0.20	0.29	0.93
货币资金/短期债务	2.94	1.79	1.76

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，尽管近年来公司自持物业规模有所增加，但目前资产仍以流动资产为主，且存货中以在建、拟建项目为主，资产流动性良好；近年项目投资和销售进度较为匹配，经营现金流逐年增加，能够对短期债务形成一定覆盖，同时充足的货币资金亦能为短期债务提供良好保障。

盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、物业管理、自持物业租赁、材料销售以及其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2012~2014 年公司分别实现营业收入为 292.25 亿元、392.73 亿元和 495.89 亿元，年均复合增长率为 30.26%。此外，公司 2014 年末预收款项余额为 285.43 亿元，为其未来经营业绩的增长提供了保障。

表 22：2012~2014 年公司毛利率分板块情况

业务类型	2012	2013	2014
商品房销售	44.46%	33.77%	30.88%
物业管理	20.95%	26.99%	26.91%
材料销售	8.19%	8.20%	11.26%
租赁	86.08%	70.09%	78.69%
其他	90.00%	89.23%	83.02%
综合	44.46%	34.30%	31.58%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从毛利水平看，在当前房地产行业整体利润逐渐回落的背景下，公司毛利水平亦有所下降，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 44.46%、34.30%和 31.58%，在行业内仍处于较好水平。其中，商品房销售业务板块毛利率有所下滑，近三年分别为 44.46%、33.77%和 30.88%，而同期的商业物业板块毛利率则仍维持在很高水平，分别为 86.08%、70.09%和 78.69%。随着未来公司商业物业规模及其占比的拓展，公司的综合毛利率有望继续维持在行业内较好水平。

表 23：2012~2014 年公司三费分析

单位：亿元

	2012	2013	2014
销售费用	5.80	7.53	9.07
管理费用	6.54	7.63	9.57
财务费用	-1.01	-0.59	-0.49
三费合计	11.33	14.57	18.14
营业总收入	292.25	392.73	495.89
三费收入占比	3.88%	3.71%	3.66%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，随着业务规模增长，公司三费规模亦稳步增加，2012~2014 年公司发生三费合计分别为 11.33 亿元、14.57 亿元和 18.14 亿元，同期三费收入占比分别为 3.88%、3.71%和 3.66%，呈现逐年降低趋势，公司三费控制能力较强。

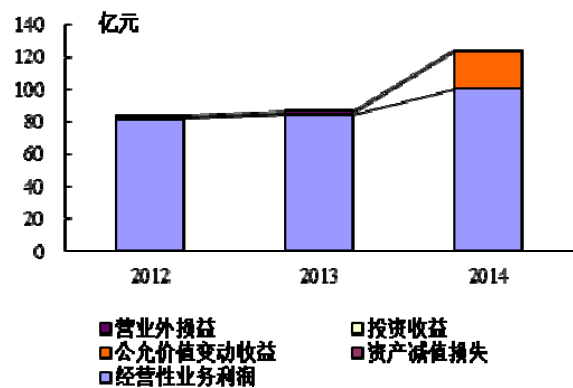
表 24：2014 年公司与部分房地产上市公司

盈利能力指标		
公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94%	16.64%
保利地产	32.03%	17.60%
中海地产	34.51%	20.62%
华润置地	30.60%	14.97%
招商地产	37.33%	12.59%
远洋控股	21.00%	10.38%
金地集团	28.93%	12.25%
龙湖拓展	31.58%	19.31%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成。2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 81.48 亿元、83.95 亿元和 100.08 亿元，年均复合增长率为 10.83%。公允价值方面，2012~2014 年公司分别获得公允价值变动收益 1.35 亿元、0.67 亿元和 22.77 亿元，主要系公司自持投资性房地产调增所致，2014 年公允价值变动收益较大主要得益于当年新增大量开业和在建自持物业。综上，公司近三年利润总额分别为 84.00 亿元、86.73 亿元和 124.19 亿元，公司整体盈利能力较强。

图 6：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司主业突出，在房地产销售的带动下，整体收入规模实现稳步增长，同时得益于良好的毛利水平以及较强的三费控制能力，公司整体盈利能力较强。此外，公司较大规模的待结算资源亦对未来 1~2 年业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，公司一直坚持稳健的财务政策，债务规模保持适中水平。2012~2014 年末，公司总债务分别为 192.44 亿元、208.04 亿元和 270.55

亿元，2014 年末总债务规模同比增长 30.05%，主要因为当年长期借款大幅增加所致。近年公司债务以长期债务为主，截至 2014 年末，公司短期债务/长期债务为 0.39 倍。

表 25：2012~2014 年公司偿债能力分析

	2012	2013	2014
短期债务(亿元)	43.29	64.43	76.00
总债务(亿元)	192.44	208.04	270.55
EBITDA(亿元)	84.55	87.24	124.65
资产负债率(%)	67.31	66.10	63.22
净负债率(%)	19.74	23.63	28.91
总资本化率(%)	36.81	34.62	36.32
经营净现金流/ 总债务(X)	0.04	0.09	0.26
总债务/EBITDA(X)	2.28	2.38	2.17
EBITDA 利息倍数(X)	7.16	6.49	7.68

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年分别为 84.55 亿元、87.24 亿元和 124.65 亿元，获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看，债务规模随业务规模增长而扩大，公司近三年主要偿债指标较为稳健，公司总债务/EBITDA 分别为 2.28 倍、2.38 倍和 2.17 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 7.16 倍、6.49 倍和 7.68 倍。整体来看，公司持续增长的收入规模和良好的盈利能力仍可对其债务的偿还提供较好保障。

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2014 年 12 月 31 日，公司合并口径取得农业银行、建设银行、工商银行和中国银行授信总额为 580 亿元，未使用的授信额度为 371.93 亿元。与此同时，公司借助上市母公司龙湖地产进行海外融资，2015 年 4 月 29 日，龙湖地产公告已同 9 家银行组成的财团签订融资协议，获得了总计 46 亿港元（约 37 亿元人民币）的银团贷款，进一步丰富了公司融资渠道。

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司担保余额合计 85.04 亿元，占年末净资产的 17.93%。其中 67.14 亿元是为客户按揭贷款提供担保，若剔除该部分担保，其为合并范围外关联方提供的担保余额为 17.90 亿元，占年末净资产的 3.77%，公司或有负债风险较小。

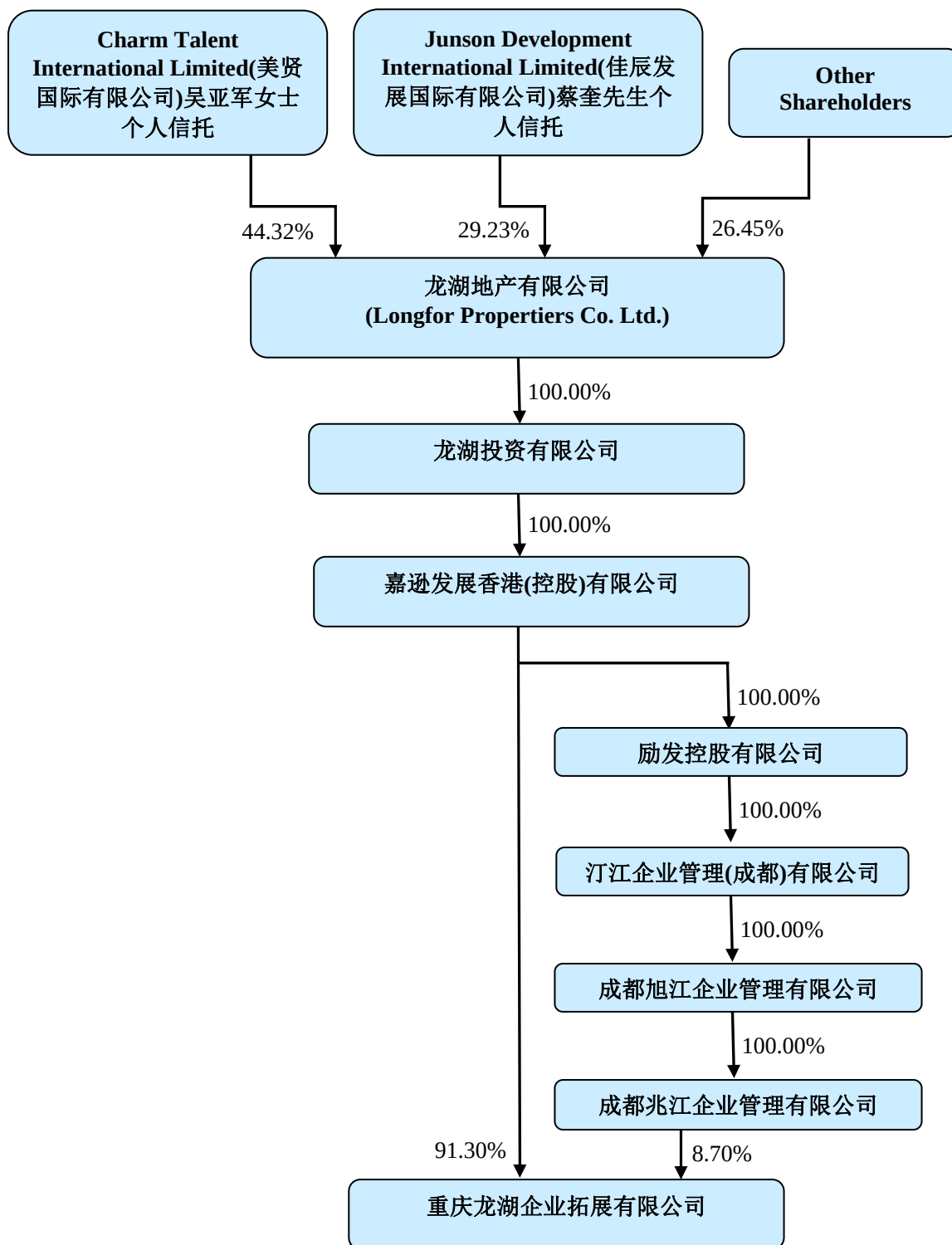
总体而言，公司近年来业务规模稳步增长，负

债水平合理，财务结构较为稳健，融资成本较低，资产流动性良好。公司项目销售与投资进度匹配，具有良好的收现能力，充足的待结算资源和较快的存货周转速度为公司未来经营业绩提供良好的支撑；此外，良好的外部融资渠道亦有助于增强公司的财务弹性。

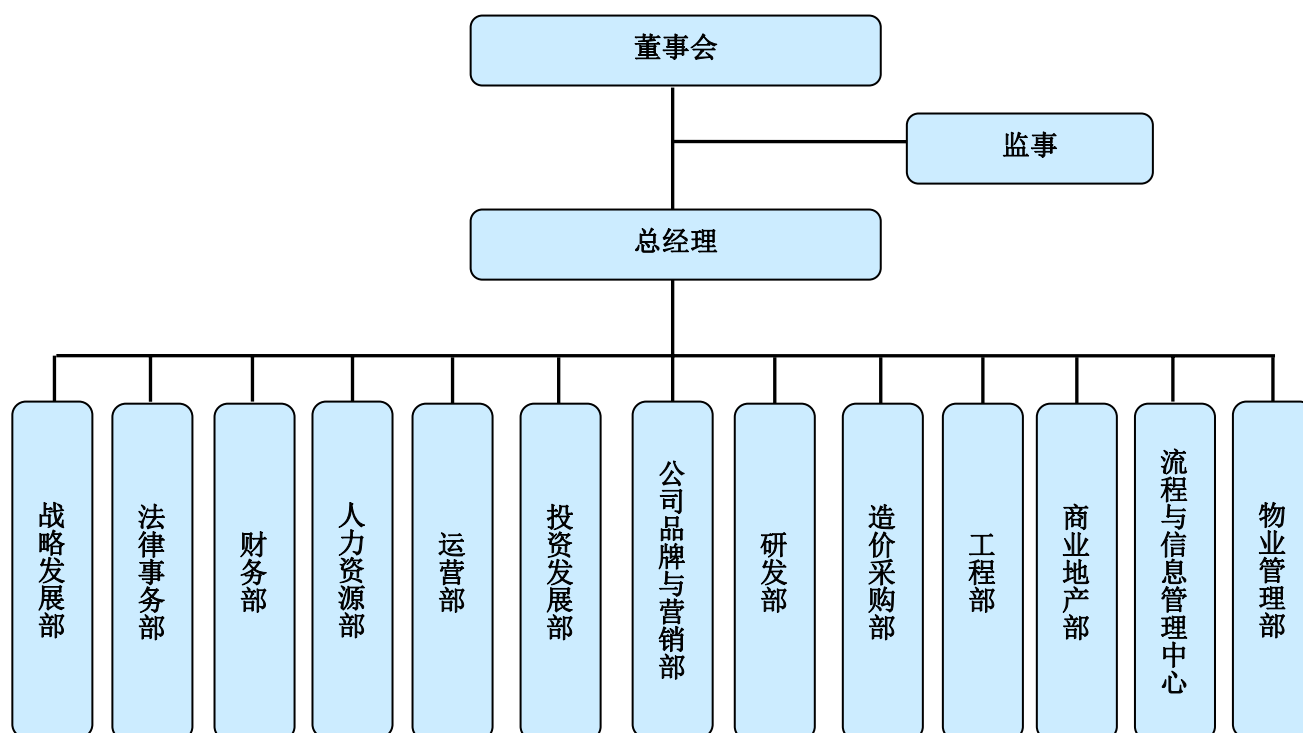
结 论

综上，中诚信证评评定重庆龙湖企业拓展有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券”信用级别 **AAA**。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：重庆龙湖企业拓展有限公司组织结构（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：重庆龙湖企业拓展有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	1,272,227.38	1,152,175.27	1,334,149.76
存货净额	6,622,336.44	7,812,940.33	7,268,721.60
其他应收款	329,737.48	324,176.26	493,463.40
长期投资	55,951.64	106,321.84	108,575.36
固定资产(合计)	1,274,553.38	1,533,235.87	2,920,133.11
总资产	10,105,429.93	11,589,424.75	12,899,377.20
短期债务	432,867.40	644,269.28	759,978.96
长期债务	1,491,497.37	1,436,141.38	1,945,525.72
总债务	1,924,364.77	2,080,410.66	2,705,504.67
净债务	652,137.39	928,235.39	1,371,354.92
总负债	6,801,578.07	7,660,950.80	8,155,486.40
所有者权益(含少数股东权益)	3,303,851.86	3,928,473.95	4,743,890.80
营业总收入	2,922,452.61	3,927,315.35	4,958,879.49
三费前利润	928,121.75	985,168.31	1,182,246.22
EBITDA	845,510.11	872,371.61	1,246,557.56
经营活动产生现金净流量	84,605.22	188,810.25	704,805.27
投资活动产生现金净流量	-295,547.55	-291,836.10	-750,968.03
筹资活动产生现金净流量	303,768.64	-13,159.01	228,984.02
现金及现金等价物净增加额	93,175.22	-116,073.07	182,832.02
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	44.46	34.30	31.58
所有者权收益率(%)	18.78	16.66	19.31
EBITDA/营业总收入(%)	28.93	22.21	25.14
速动比率(X)	0.40	0.34	0.42
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.09	0.26
经营活动净现金/短期债务(X)	0.20	0.29	0.93
经营活动净现金/利息支出(X)	0.77	1.41	4.05
总债务/EBITDA(X)	2.28	2.38	2.17
EBITDA 利息倍数(X)	7.68	6.50	7.16
资产负债率(%)	67.31	66.10	63.22
总资本化比率(%)	36.81	34.62	36.32
长期资本化比率(%)	31.10	26.77	29.08
净负债率(%)	19.74	23.63	28.91

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。